

买入

1.74 产品销售维持高增；分析公司 XR 业务潜力

康耐特光学 (2276.HK)

2024-05-23 星期五

## 【投资要点】

目标价：33.30 港元

现价：26.85 港元

预计升幅：24.0%

## 重要数据

| 日期          | 2025-5-23   |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (港元)    | 26.85       |
| 总股本 (亿股)    | 4.80        |
| 总市值 (亿港元)   | 128.86      |
| 净资产 (亿港元)   | 15.86       |
| 总资产 (亿港元)   | 23.89       |
| 52 周高低 (港元) | 8.45/ 32.00 |
| 每股净资产 (港元)  | 0.68        |

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

|            |        |
|------------|--------|
| 费铮翔        | 44.33% |
| 香港歌尔泰克有限公司 | 20.03% |

## 相关报告

康耐特光学深度报告-20240416

康耐特光学更新报告-20240808

康耐特光学即时点评-20241126

## 研究部

姓名: 冯浩

SFC: BUQ780

电话: 755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

## ➤ 2025Q1 业务进展顺利，美国关税事件反馈迅速，影响减小

树脂镜片作为需求弹性较低的产品，可替代空间有限，按现阶段新增的 10% 的关税成本，终端价格上涨约 1%。公司快速响应，拓展泰国、日本供应链网络，对冲潜在关税风险。根据和公司交流情况，公司泰国新产地正加紧建设，预期 26 年实现投产；新增日本定制化镜片产能。我们认为，目前对公司 25 年美国业务影响降至一个月，且预计 25H2 投产的日本新产能和未来的泰国新产能将逐步承接公司美国业务。

## ➤ 1.74 产品的渗透潜力仍在释放，有助公司扩大自有品牌影响力

根据公司交流，2024 年公司 1.74 产品收入占比约 20%，同比增长约 43%，市场份额约占一半以上；2023 年中国 1.74 产品渗透率仅为低单位数，未来仍有很大提升空间。我们认为，目前公司 1.74 产品于中国市场在供应能力、产品性价比、市占率层面仍保持优势，以上优势有望在未来逐步形成品牌优势，从而形成更强竞争力。

## ➤ XR 行业产品向实用化发展，公司的产业链先发优势有望释放

我们认为，一项“极客”产品向消费级产品的迭代，背后是供应链搭建的过程，康耐特光学的先发优势有望逐渐体现。公司于 24 年 9 月公告与跨国消费电子企业供应链框架协议，已经在产品供应链搭建阶段中取得了先发优势，我们认为公司能取得先发优势的主要原因包括：全球化供应链的经验和应对风险的稳定性；适配消费电子级的制造；满足眼镜产品的个性化需求。根据 WellsennXR，2024 年全球 AI 眼镜销量为 152 万付，同比大幅增长；25Q1 Ray-Ban Meta 眼镜销量为 52.5 万台，同比增长 209%。根据预测，2025 年全球 AI 眼镜销量将达到 350 万付，到 2030 年数字将达到 9000 万付。

## ➤ 给予“买入”评级，目标价 33.0 港元/股

镜片行业维持稳固发展态势，终端市场对于高端高折射率产品需求逐步提升，XR 行业产品逐渐向实用消费级产品升级，对公司主业基本面以及收入利润产生积极影响。关注公司 9 月入通可能，以及潜在的流动性改善机会。预测公司 2025-2027 营收 24.0/27.9/31.8 亿元，+16.4/16.4/13.9%；归母净利润 5.2/6.3/7.4 亿元，+22.4/20.0/18.4%。维持买入评级，目标价 33.3 港元，对应 PE (2027E) 21.5 倍，目标价较现价有 24.0% 上升空间。

| 人民币百万元   | FY2023  | FY2024  | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额      | 1,760.0 | 2,061.0 | 2,399.1 | 2,792.4 | 3,180.7 |
| 同比增长 (%) | 12.7%   | 17.1%   | 16.4%   | 16.4%   | 13.9%   |
| 归母净利润    | 327.0   | 428.0   | 523.7   | 628.3   | 744.0   |
| 同比增长 (%) | 31.7%   | 30.9%   | 22.4%   | 20.0%   | 18.4%   |
| 净利润率 (%) | 18.6%   | 20.8%   | 21.8%   | 22.5%   | 23.4%   |
| 每股盈利 (元) | 0.14    | 0.18    | 0.22    | 0.27    | 0.32    |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 公司 2025 年第一季度业务进展顺利

根据公司公告，2025 年第一季度收入维持性较高水平，客户达到符合预期，预计一季度业绩保持令人满意状况。

### ➤ 美国关税公司反馈迅速，当前对公司 25 年美国业务影响降至 1 个月

根据中美联合贸易声明内容，中国出口至美国商品在 90 天内调整为 10% 的基准关税，降低对公司美国业务的直接影响。在此前关税事件进展中，公司于 4 月 7 日以及 5 月 5 日发布公告更新美国关税影响，分别包括：

(1) 按“对等关税”初期 34% 税率，若公司承担一半成本即 17%，预计对全年收入影响为 2.2%

(2) 公司计划投资 400 万美元新增日本自动化定制镜片产能，预计 7 月 31 日前投产，扩产规模为现有定制产能的 20%

#### ✧ 关税对公司美国业务影响简析

从产品和行业层面，树脂镜片作为需求弹性较低的产品，可替代空间有限；镜片产品 FOB 价格和终端价格倍率空间较大（假设美国终端倍率约为 10X），即使完全由消费者承担关税成本，终端加价比例较低，按现阶段新增的 10% 的关税成本，终端价格上涨约 1%。

公司层面，公司快速响应，拓展泰国、日本供应链网络，对冲潜在关税风险。根据和公司交流情况，公司泰国新产地正加紧建设，预期 26 年实现投产；新增日本定制化镜片产能。

我们认为，基于中美关税问题缓和、镜片产品及行业的特点、公司的全球化供应链规划，目前对公司 25 年美国业务影响降至一个月，且减小关税后续风险：预计 25H2 投产的日本新产能和未来的泰国新产能将逐步承接公司美国业务。

### ➤ 1.74 产品的渗透潜力仍在释放，有助公司扩大自有品牌影响力

公司产品主要从两个方面增添附加值：（1）附加功能及定制化，主要通过附加功能（防蓝光、变色、预防近视等）和“一人一镜”个性化需求提升产品价值。

（2）稀缺性及舒适度，折射率愈高的产品，如 1.74 原材料更稀缺，更轻薄佩戴体验更佳，因此终端价格更高。我们认为，随着消费者对眼镜佩戴舒适度和功

能性要求的提升，甚至眼镜作为日常穿着社交符号的一部分，越舒适越“高端”的眼镜产品受欢迎程度将逐步提升。

根据公司交流，2024 年公司 1.74 产品收入占比约 20%，同比增长约 43%，市场份额约占一半以上；2023 年中国 1.74 产品渗透率仅为低单位数，未来仍有很大提升空间。我们认为，目前公司 1.74 产品于中国市场在供应能力、产品性价比、市占率层面仍保持优势，以上优势有望在未来逐步形成品牌优势，从而形成更强竞争力。

#### ◇ 我们认为自有品牌还能持续增长的原因简析

公司品牌不同于传统品牌主要依赖线下眼镜店渠道的销售模式，而是主要通过视光医院合作渠道和线上渠道进行销售。传统眼镜销售渠道主要解决消费者线下验光和试镜需求，但随着现代消费者对换镜、换片需求频率的提升，较为了了解自身视光需求的消费者对线上直接购买的意愿加强，并且公司品牌采用性价比的定价策略也较为符合当下消费者的购物习惯，因此我们认为公司线上产品受欢迎度可以保持增长。

图 1：公司淘宝主页产品信息



资料来源：WellsennXR、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司微信网店销量最高产品信息



资料来源：WellsennXR、国元证券经纪（香港）整理

#### ➤ 我们这么看 AI、XR 眼镜带给公司的机会

智能眼镜行业正在从“酷玩具”向“可以日常穿戴使用的产品过度”，被更广泛人群接受，公司于产业链的先发优势有望释放。

#### ◇ 简要回顾眼镜的发展，实用产品比极客产品的生命力更加延续

2014 年谷歌公司推出售价 1500 美元的 Google Glass 的 AR 眼镜，其将一片眼镜镜片替换为硅基液晶实现类似 HUD 的显示功能效果，其他功能还包括拍摄以及位于太阳穴位置的触摸板实现操控等。最终这款产品并没有继续迭代，其中主要的问题包括价格昂贵、分散注意力等。

2024 年苹果公司推出了售价 3499 美元的 Apple Vision Pro 的 MR（混合显示）产品，拥有先进的 Pancake 显示方案和优秀的算力，但是由于价格、使用场景等原因，根据媒体报道，最后销售量未达最初的 100 万台预期。

图 3：Google Glass 和 Apple Vision Pro 两款产品



资料来源：维基百科、国元证券经纪（香港）整理

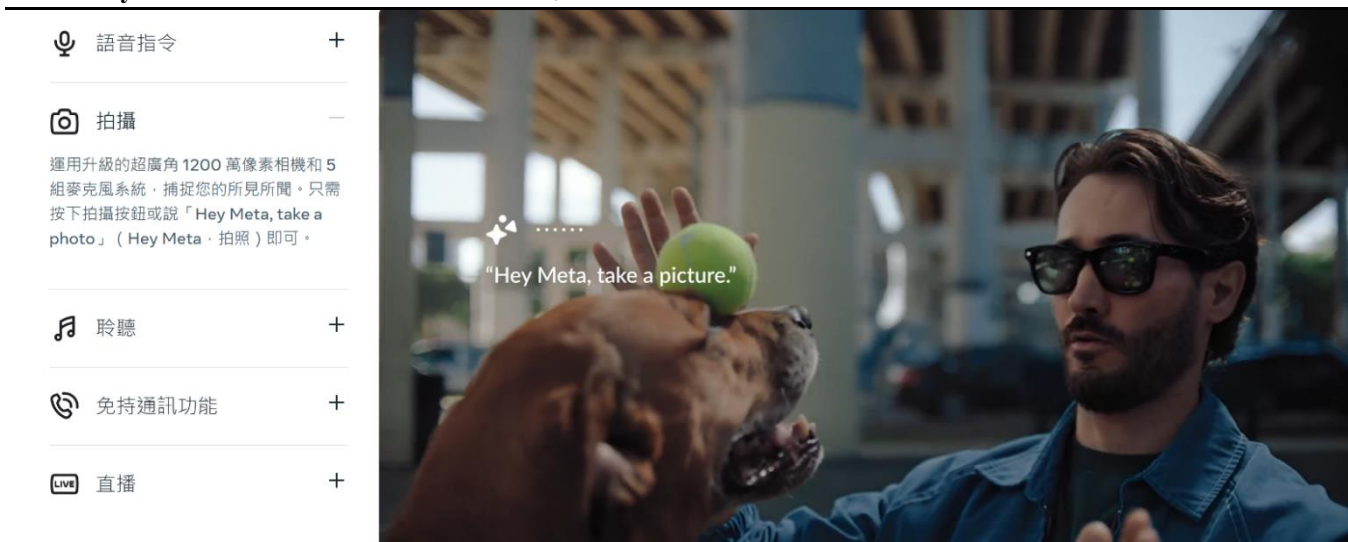
2023 年 Meta 推出了第一代 Ray-Ban Meta “智能眼镜”，定价 299 美元，与传统的智能眼镜不同，此产品不含任何显示设备，而是将功能集成在镜架上，包括录制 60 秒的视频、语音通知、拨打电话等。

2024 年 Meta 推出了 Ray-Ban Meta 的第二代产品，定位为“AI 眼镜”，功能提升了摄像头质量、延长了录制时间，且集成了 AI 支持更多互动功能和语音指令，但同样没有显示功能。

根据 Meta 25Q1 业绩会，预计 Ray-Ban Meta 的第三代产品将在 25 年末推出，会附带更多的新功能及技术。



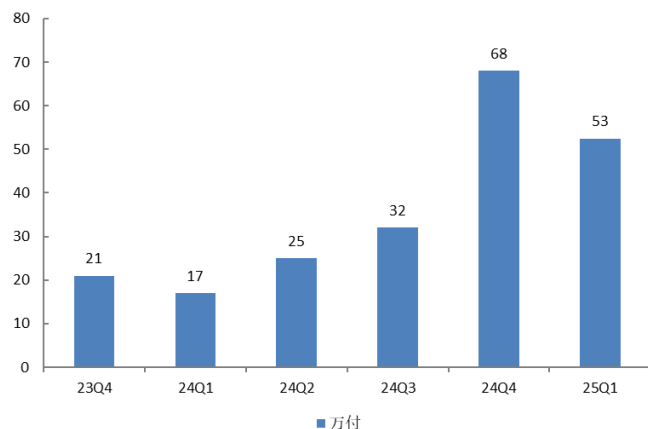
图 4: Ray-Ban Meta 第二代 AI 眼镜的功能展示



资料来源: Meta 官网、国元证券经纪 (香港) 整理

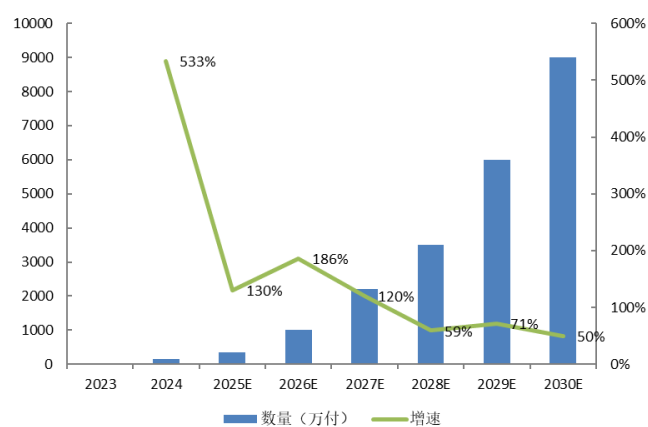
根据 WellsennXR 的数据，2024 年全球 AI 眼镜销量为 152 万付，相比 2023 年的 24 万付有巨大涨幅，其中 RayBan Meta 贡献主要份额；25Q1 Ray-Ban Meta 眼镜销量为 52.5 万台，同比增长 209%，贡献了全球 AI 眼镜销量的 87.5%。根据预测，2025 年全球 AI 眼镜销量将达到 350 万付，到 2030 年数字将达到 9000 万付。

图 5: Ray-Ban Meta 智能眼镜季度销量统计(万付)



资料来源: WellsennXR、国元证券经纪 (香港) 整理

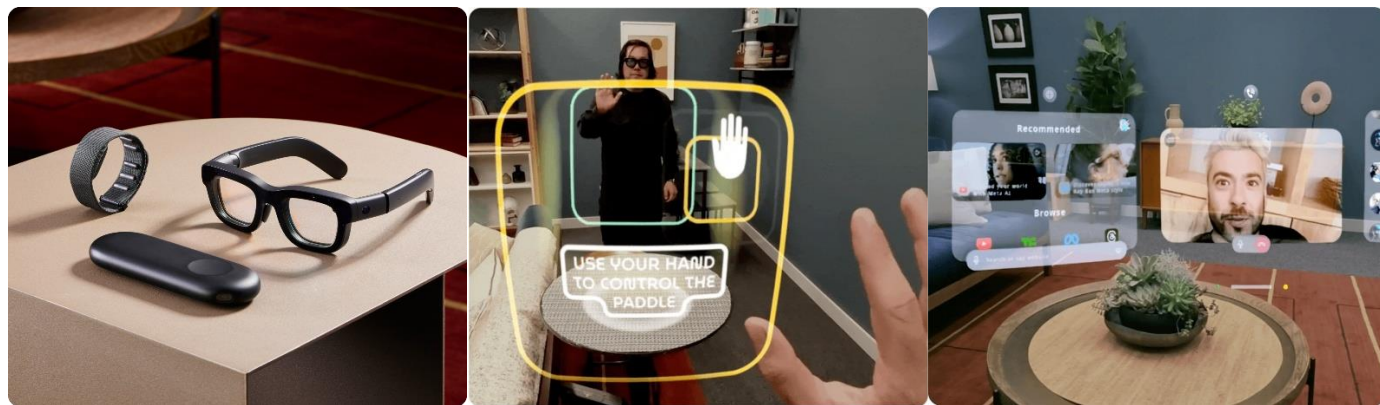
图 6: 全球 AI 眼镜销量统计和预测 (万付)



资料来源: WellsennXR、国元证券经纪 (香港) 整理

2024 年 9 月，Meta 推出了 Orion 眼镜的原型产品，作为“迄今为止最先进的 AR 眼镜”，一款将大型全息显示屏和个性化 AI 辅助的融合产品，将显示功能融入了眼镜产品中，我们看到已经在部分场景中可以替代手机的相关功能，而未来 Meta 将围绕 1.显示功能更加清晰 2.体积更小 3.价格更亲民 的方向发展而实现消费级的产品。

图 6: Meta Orion 眼镜产品展示及演示



资料来源: Meta 官网、国元证券经纪(香港)整理

我们认为,相较于将技术前沿但不成熟的“酷”消费电子产品,反而先聚焦于基础功能,持续推出迭代产品磨合消费者需求反馈的可穿戴设备 Ray-Ban Meta 眼镜更具有生命力和成长潜力;同时,对于智能眼镜最重要也最难攻克【显示技术】也走在前沿的 Orion 产品也展示出技术实力;未来我们有望看到 Orion 的科技属性与 Ray-Ban Meta 的实用价值交汇产生的产品。

一项“极客”产品向消费级产品的迭代,背后是供应链搭建的过程,康耐特光学先发优势有望逐渐体现。公司于 24 年 9 月公告与跨国消费电子企业供应链框架协议,已经在产品供应链搭建阶段中取得了先发优势,我们认为公司能取得先发优势的主要原因包括:

1. **全球化供应链的经验和应对风险的稳定性:**销售覆盖全球 90 多个国家地区、客群丰富;疫情期间维持稳定的出货效率。
2. **适配消费电子级的制造:**拥有足量的生产规模和经验;玻璃模具的技术能力从上游配合品牌的研发需求。
3. **满足眼镜产品的个性化需求:**智能眼镜区别于传统产品即是满足“千人千镜”需求,公司定制化镜片能力契合此要求。

根据公司交流,由于公司前期在 XR 行业积累的研究经验以及歌尔泰克入股公司后带来的资源合作机会,公司同时也可能有和国内智能眼镜品牌合作的机会。我们认为,这有机会进一步提升公司 XR 业务的成长性。

#### ➤ 上调公司 25-26 年预测,新增 27 年预测,新增 XR 镜片预测

根据公司镜片品牌的影响力提升、1.74 产品的渗透率提升、XR 业务的发展,预计公司 2025-2027 总收入分布为 24.0、27.9、31.8 亿元,分别同比增长

16.4%、16.4%、13.9%，其中预计 XR 镜片收入 2025-2027 收入分别为 0.3、0.7、1.6 亿元。

表 1：公司收入及盈利预测

| 收入及盈利预测（百万元） | 31/12/2024    | 预测            |               |               |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|              | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| 按产品分类        |               |               |               |               |
| 标准化镜片分部收入    | 906.9         | 963.7         | 1041.0        | 1074.5        |
| 收入增长率（同比）    | 8.8%          | 6.3%          | 8.0%          | 3.2%          |
| 功能镜片分部收入     | 755.2         | 987.7         | 1250.1        | 1459.1        |
| 收入增长率（同比）    | 32.4%         | 30.8%         | 26.6%         | 16.7%         |
| 定制镜片分部收入     | 395.3         | 414.7         | 422.3         | 450.6         |
| 收入增长率（同比）    | 11.8%         | 4.9%          | 1.9%          | 6.7%          |
| 其他收入         | 3.5           | 4.0           | 4.6           | 5.3           |
| XR 镜片分部收入    | -             | 28.8          | 74.1          | 190.9         |
| 收入增长率（同比）    | -             | -             | 157.5%        | 157.5%        |
| 占收入比例        | -             | 1.2%          | 2.7%          | 6.0%          |
| <b>总收入</b>   | <b>2060.8</b> | <b>2398.9</b> | <b>2792.2</b> | <b>3180.4</b> |
| 总收入增长率（同比）   | 17.1%         | 16.4%         | 16.4%         | 13.9%         |
| 毛利率          | 38.6%         | 37.9%         | 39.1%         | 40.0%         |

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

### 维持买入评级，目标价 33.30 港元：

**我们的观点：**镜片行业维持稳固发展态势，产品属性于波动的宏观背景下有一定抗风险能力，终端市场对于高端高折射率产品需求逐步提升，XR 行业产品逐渐向实用消费级产品升级，对公司主业基本面以及收入利润产生积极影响。

关注公司 9 月入通可能,以及潜在的流动性改善机会。

预测公司 2025-2027 营收分别为 24.0、27.9、31.8 亿元，分别同比增长 16.4%、16.4%、13.9%；归母净利润分别为 5.2、6.3、7.4 亿元，分别同比增长 22.4%、20.0%、18.4%。维持买入评级，目标价 33.3 港元，对应 PE（2027E）21.5 倍，目标价较现价有 24.0%上升空间。

表 2：行业可比公司估值

| 代码        | 简称    | 最新价<br>(CNY/HKD) | 市值（亿<br>元/港元） | WIND 一致预期 PE |       |       |       | WIND 一致预期 PB |       |       |       |
|-----------|-------|------------------|---------------|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
|           |       |                  |               | 2024         | 2025E | 2026E | 2027E | 2024         | 2025E | 2026E | 2027E |
| A 股       |       |                  |               |              |       |       |       |              |       |       |       |
| 603297.SH | 永新光学  | 83.50            | 92.8          | 42.4         | 30.1  | 23.3  | 19.1  | 4.8          | 4.3   | 3.8   | 4.3   |
| 301101.SZ | 明月镜片  | 42.01            | 84.7          | 46.6         | 40.7  | 34.7  | 29.7  | 5.1          | 4.7   | 4.3   | 4.7   |
|           | 平均值   |                  | 88.7          | 44.5         | 35.4  | 29.0  | 24.4  | 5.1          | 4.7   | 4.3   | 4.7   |
| 2276.HK   | 康耐特光学 | 26.85            | 128.9         | 27.9         | 22.3  | 18.4  | 15.3  | 7.5          | 4.8   | 3.9   | 4.8   |

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

### 【风险提示】

1. 行业竞争加剧；
2. 原材料价格超预期波动；
3. 海外产能建设进度低于预期；
4. 出海关税超预期；
5. XR 行业发展不及预期。



## 【财务报表摘要】

### 资产负债表

| 单位:亿元          | FY2023A     | FY2024A     | FY2025E     | FY2026E     | FY2027E     |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>14.2</b> | <b>16.2</b> | <b>20.0</b> | <b>22.9</b> | <b>30.5</b> |
| 现金             | 3.3         | 5.0         | 6.7         | 7.4         | 12.6        |
| 应收账款           | 2.9         | 3.6         | 4.1         | 4.6         | 5.2         |
| 预付账款           | 0.9         | 0.5         | 0.6         | 0.7         | 0.9         |
| 存货             | 4.9         | 5.6         | 7.0         | 8.3         | 9.8         |
| 其他流动资产         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>5.7</b>  | <b>7.7</b>  | <b>8.2</b>  | <b>9.9</b>  | <b>11.6</b> |
| 物业, 厂房及设备      | 4.6         | 5.9         | 7.0         | 8.5         | 8.0         |
| 无形资产           | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 其他非流动资产        | 0.3         | 0.9         | 0.5         | 0.5         | 0.6         |
| <b>资产总计</b>    | <b>19.9</b> | <b>23.9</b> | <b>28.2</b> | <b>32.8</b> | <b>42.1</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>4.3</b>  | <b>7.3</b>  | <b>7.0</b>  | <b>5.6</b>  | <b>8.2</b>  |
| 短期借款           | 1.0         | 2.9         | 2.3         | 0.2         | 2.0         |
| 应付票据及账款        | 1.3         | 1.9         | 1.7         | 2.0         | 2.3         |
| 其他应付款          | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 其他流动负债         | 1.6         | 2.1         | 2.5         | 2.8         | 3.1         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1.6</b>  | <b>0.7</b>  | <b>1.9</b>  | <b>2.0</b>  | <b>2.0</b>  |
| 长期带息债务         | 1.1         | 0.0         | 1.1         | 1.1         | 1.1         |
| 其他非流动负债        | 0.5         | 0.7         | 0.8         | 0.9         | 0.9         |
| <b>负债总计</b>    | <b>5.9</b>  | <b>8.0</b>  | <b>8.9</b>  | <b>7.6</b>  | <b>10.2</b> |
| 股本             | 4.3         | 4.3         | 4.3         | 4.3         | 4.3         |
| 储备             | 9.7         | 11.6        | 13.3        | 19.5        | 26.2        |
| 少数股东权益         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>14.0</b> | <b>15.9</b> | <b>19.3</b> | <b>25.3</b> | <b>31.9</b> |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>19.8</b> | <b>23.9</b> | <b>28.2</b> | <b>32.8</b> | <b>42.1</b> |

### 利润表

| 单位:亿元          | FY2023A     | FY2024A     | FY2025E     | FY2026E     | FY2027E     |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>    | <b>17.6</b> | <b>20.6</b> | <b>24.0</b> | <b>27.9</b> | <b>31.8</b> |
| 营业成本           | 11.0        | 12.7        | 14.9        | 17.0        | 19.1        |
| 毛利             | 6.6         | 8.0         | 9.1         | 10.9        | 12.7        |
| 销售费用           | 1.0         | 1.3         | 1.4         | 1.8         | 2.1         |
| 管理费用           | 1.8         | 1.9         | 2.2         | 2.6         | 2.9         |
| 财务费用           | 0.1         | 0.1         | -0.1        | -0.1        | -0.2        |
| 其他开支           | 0.1         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 非经营性收益/亏损      | 0.3         | 0.4         | 0.6         | 0.7         | 0.9         |
| <b>除税前溢利</b>   | <b>3.9</b>  | <b>5.0</b>  | <b>6.1</b>  | <b>7.3</b>  | <b>8.7</b>  |
| 所得税 (返还以“-”列)  | 0.7         | 0.7         | 0.9         | 1.0         | 1.3         |
| 净利润            | 3.3         | 4.3         | 5.2         | 6.3         | 7.4         |
| 少数股东权益         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| <b>归母净利润</b>   | <b>3.3</b>  | <b>4.3</b>  | <b>5.2</b>  | <b>6.3</b>  | <b>7.4</b>  |
| <b>EPS (元)</b> | <b>0.14</b> | <b>0.18</b> | <b>0.22</b> | <b>0.27</b> | <b>0.32</b> |

### 现金流量表

| 单位:亿元                | FY2023A     | FY2024A     | FY2025E     | FY2026E     | FY2027E     |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>4.8</b>  | <b>4.8</b>  | <b>3.5</b>  | <b>4.6</b>  | <b>5.6</b>  |
| 税后经营利润               | 2.9         | 3.8         | 4.6         | 5.6         | 6.6         |
| 折旧摊销                 | 0.6         | 0.7         | 0.4         | 0.6         | 0.7         |
| 利息费用                 | 0.1         | 0.1         | -0.1        | -0.1        | -0.2        |
| 存货变动                 | -0.5        | 0.8         | 2.1         | 1.4         | 1.5         |
| 其他经营活动有关现金流量         | 2.5         | 1.7         | 0.1         | 0.0         | 0.0         |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-2.7</b> | <b>-1.5</b> | <b>0.2</b>  | <b>-0.1</b> | <b>-0.2</b> |
| 资本支出                 | -1.3        | -2.2        | -2.5        | -2.0        | -2.0        |
| 其他活动                 | -1.5        | 0.6         | 0.6         | 0.7         | 0.8         |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-2.1</b> | <b>-1.6</b> | <b>-0.2</b> | <b>-3.8</b> | <b>-0.2</b> |
| 带息债务变动               | -0.7        | -1.1        | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 股利分配                 | -0.6        | -1.3        | -1.6        | -1.9        | -2.2        |
| 偿付利息                 | 0.0         | 0.0         | 0.1         | 0.1         | 0.2         |
| 短期借款变动               | -0.8        | 2.0         | 1.3         | -2.1        | 1.8         |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b>  | <b>0.0</b>  | <b>1.7</b>  | <b>3.4</b>  | <b>0.6</b>  | <b>5.2</b>  |
| <b>期初现金及现金等价物余额</b>  | <b>3.4</b>  | <b>3.3</b>  | <b>3.3</b>  | <b>6.7</b>  | <b>7.4</b>  |
| <b>期末现金及现金等价物余额</b>  | <b>3.3</b>  | <b>5.0</b>  | <b>6.7</b>  | <b>7.4</b>  | <b>12.6</b> |

### 主要财务比率

|                | FY2023A | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营收增长率</b>   |         |         |         |         |         |
| 营业收入增长率        | 12.7%   | 17.1%   | 16.4%   | 16.4%   | 13.9%   |
| 归母净利润增长率       | 31.7%   | 30.9%   | 22.4%   | 20.0%   | 18.4%   |
| <b>盈利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 37.4%   | 38.6%   | 37.9%   | 39.1%   | 40.0%   |
| 净利率            | 18.6%   | 20.8%   | 21.8%   | 22.5%   | 23.4%   |
| ROE            | 23.4%   | 27.0%   | 27.1%   | 24.9%   | 23.3%   |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 29.6%   | 33.6%   | 31.4%   | 23.0%   | 24.2%   |
| 现金比率           | 1.3     | 0.9     | 1.2     | 1.6     | 1.8     |
| 流动比率           | 3.3     | 2.2     | 2.9     | 4.1     | 3.7     |
| 速动比率           | 2.2     | 1.4     | 1.9     | 2.6     | 2.5     |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 存货周转天数         | 161.3   | 162.3   | 170.4   | 179.0   | 187.9   |
| 应收账款周转天数       | 60.6    | 63.0    | 61.8    | 60.6    | 59.3    |
| 应付账款周转天数       | 41.7    | 54.5    | 40.5    | 42.6    | 44.8    |
| <b>每股资料(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.14    | 0.18    | 0.22    | 0.27    | 0.32    |
| 每股经营现金         | 0.19    | 0.19    | 0.14    | 0.18    | 0.22    |
| 每股净资产          | 0.56    | 0.63    | 0.77    | 1.01    | 1.27    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| PE             | 178.1   | 136.1   | 111.2   | 92.7    | 78.3    |
| PB             | 44.8    | 39.4    | 32.3    | 24.7    | 19.6    |

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>